

学校编码：10384

学号：200408093

分类号_____密级_____

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

上市公司反收购措施及其
法律规制比较法研究

A Comparative Study of
Listed Company Anti-takeover Regulation

钟婧鸾

指导教师姓名：肖伟教授

专业名称：国际法

论文提交日期：2007年5月

论文答辩时间：2007年 月

学位授予日期：2007年 月

答辩委员会主席：_____

评阅人：_____

2007年5月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版,有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅,有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索,有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（ ）

(请在以上相应括号内打“√”)

作者签名: _____ 日期: _____ 年 月 日

导师签名: 日期: 年 月 日

内 容 摘 要

本文主题是研究上市公司反收购措施及其法律规制。反收购制度是收购制度的重要组成部分。在我国资本市场后股权分置时代，上市公司的并购市场正面临着深刻的变革，新的形势必然会对反收购制度提出新的要求。本文以各国的反收购法律制度为基础，以后股权分置时代实现的全流通为契机，进而研究我国反收购制度的历史及现状，对我国反收购制度的立法政策及完善提出一些建议设想。基于上述构想，本文分以下四部分来讨论公司反收购法律规制。

第一，首先明晰反收购的相关概念，为研究奠定基础。对于上市公司的反收购措施，按照时间标准分为两种，以是否为董事会的权限及是否需要股东同意分为三种，对反收购措施的分类更有利于我们对反收购的认识。

提出反收购立法的基本原则及其现实意义。公司收购是公司治理的机制之一，它和公司治理的其它机制相互联系，共同起到平衡公司各关系人利益的作用，因此需要对反收购进行适度规制。

第二，比较各国反收购的市场结构、立法政策和具体措施、法律框架。反收购的市场结构和法律框架与反收购的具体措施之间的关系是相辅相成的，不同的市场，反收购的动因不同，法律规制的目的也不同，必然导致反收购法律规则也不同。

第三，研究我国反收购法律规则的历史和现状，对我国反收购立法政策和相关规定的完善提出建议设想。包括反收购的法律框架、具体规则、反收购的案例、股权改制后收购和反收购的变化。

本文认为，对于公司反收购立法，应该尊重公司控制权的现实，采取平稳的过渡的方式，避免引起法外行为的泛滥。

关 键 词：收购 反收购 规制

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

The anti-takeover accompany with the takeover in the security market. The same with the takeover, the anti-takeover is also regarded as an effective mechanism of monitoring the management of corporations and as such, are beneficial to the enhancement of corporate governance. This thesis is a comparative study of listed company anti-takeover regulation. As the completion of the reform of the non-tradable shares, the takeover in the security market is facing the huge transformation. It should propose new request inevitably to the anti-takeover. Take the entire circulation as turning point, take the various countries' anti-takeover regulations as a foundation, this thesis puts forward some proposals to our country anti-takeover legislation policy . Based on the above conception, this article divides into four parts.

In the first chapter, the author introduces the basic idea of what is and the relationship of the takeover and anti-takeover.

The second chapter is about the principle of the anti-takeover legislation and the influence of the anti-takeover on the company governance. In this part the author proposes that both the takeover and anti-takeover of the listed company has some significance on the company governance.

The third chapter is about the anti-takeover regulations in some different countries. Trying to analyze the difference among them and find the reason about it.

The fourth chapter talks about the flaws of the anti-takeover regulation in our country at first, then propose some thoughts to perfect the related system have been given.

Key words: Takeover; Anti-takeover; Regulation.

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

引 言	1
第一章 上市公司收购与反收购概述	3
第一节 上市公司收购与反收购	3
一、上市公司收购概述	3
二、收购与反收购	4
第二节 反收购措施的类型	5
一、反收购措施的分类	5
二、典型的反收购措施分析	6
第三节 上市公司反收购的立法原则	9
一、公平原则	9
二、公正原则	10
三、公开原则	10
第四节 上市公司反收购规制的现实意义——从公司治理的角度出发	10
一、现代公司治理的失灵	11
二、反收购规制的必要性——充分发挥敌意收购对公司治理的 完善作用	12
第二章 反收购措施法律规制比较研究	14
第一节 美国反收购立法模式——董事决策自由	14
一、立法理由及立法概况	14
二、具体的反收购措施	15
三、具体反收购措施合法性判断	17
第二节 欧盟各国反收购立法模式——限制董事会决策权	18
一、欧盟反收购立法统一化前各国的反收购立法	18
二、欧盟反收购立法统一化	20
第三节 新兴国家和地区的反收购立法模式——日本、韩国、香港、台湾 ...	22

一、日本的立法模式	22
二、韩国的立法模式	22
三、香港地区的立法模式	22
四、“台湾地区”的立法模式	23
第四节 反收购立法模式的评价——各项利益平衡的表现	23
一、反收购立法差异的原因	23
二、反收购立法模式的选择	24
第三章 我国反收购法律规制及其完善	26
第一节 我国反收购的历史及现状	26
一、我国上市公司的反收购回顾	26
二、我国反收购的案例回顾	26
第二节 股权分置改革和反收购的未来	29
一、后股权分置时代对收购的影响	29
二、后股权分置时代反收购的展望	31
第三节 我国上市公司反收购的法律规制 ——析《上市公司收购管理办法》 相关规定	32
一、旧《收购办法》具体的规定及不足	33
二、新《收购办法》的进步及评价	35
第四节 完善我国反收购立法的建议	36
一、明确反收购立法政策	37
二、完善反收购决策模式	37
三、建立反收购中的信息披露制度	39
四、明确具体反收购措施的合法性	39
五、健全反收购救济制度	42
结 论	44
参考文献	45

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 Takeover and Anti-takeover of the Listed company	3
Subchapter 1 Takeover and Anti-takeover of the Listed company	3
Section 1 The Definition of Listed Company Takeover	3
Section 2 The Relationship of the Takeover and Anti-takeover	4
Subchapter 2 Types of Anti-takeover	5
Section 1 The Classify of the Anti-takeover	5
Section 2 Main Mode of the Anti-takeover	6
Subchapter 3 Principle of the legislation of anti-takeover	9
Section 1 Equity	9
Section 2 Justness	10
Section 3 Publicity	10
Subchapter 4 Value of the regulation of anti-takeover	10
Section 1 The failure of the Company governance	11
Section 2 The necessary of the legislation of anti-takeover	12
Chapter 2 A Comparative Study of Listed Company Anti-takeover Regulation	14
Subchapter 1 US Anti-takeover legislation pattern——Board of directors decision-making free	14
Section 1 The Reason and Survey of the legislation	14
Section 2 Concrete Anti-takeover Measures	15
Section 3 The judgement of the Validity of the Anti-takeover Measures	17
Subchapter 2 European Union Anti-takeover legislation pattern - - The limit board of directors decision-making power	18
Section 1 The Anti-takeover Legislation of the Countries in EU before Unitizing legislates	18
Section 2 The Anti-takeover Legislation of the Countries in EU after Unitizing legislates	20
Subchapter 3 Emerging national and local Anti-takeover legislation pattern	

——Japan, South Korean, Hong Kong and Taiwan.....	22
Section 1 The Anti-takeover Legislation of Japan	22
Section 2 The Anti-takeover Legislation of South Korean.....	22
Section 3 The Anti-takeover Legislation of Hong Kong.....	22
Section 4 The Anti-takeover Legislation of Taiwan.....	23
Subchapter 4 The analysis of the made of Legislation of Anti-takeover	23
Section 1 The Reason of the difference of Legislation of Anti-takeover.....	23
Section 2 The Choice of the difference of Legislation of Anti-takeover.....	24
Chapter 3 Defect and Amendment of Anti-takeover Legislation in	
China	26
Subchapter 1 The history of Limited Company Anti-takeover in China	26
Section 1 The review of the anti-takeover in listed company in China.....	26
Section 2 The case review of the anti-takeover in listed company in China ..	26
Subchapter 2 The reform of the non-tradable shares and the future of	
the Anti-takeover Measures.....	29
Section 1 The influence of the reform of the non-tradable shares on the	
takeover of listed company	29
Section 2 A perspective on the anti-takeover in China	31
Subchapter 3 Legislation of Company Anti-takeover in China	32
Section 1 The deficiencies of the anti-takeover legislation in the past.....	33
Section 2 The estimate of the anti-takeover legislation at present	35
Subchapter 4 Viewpoint of Amendment of the Legislation of Anti-takeover	
in China.....	36
Section 1 Clarify the policy of the anti-takeover legislation	37
Section 2 Perfect the mode of decision-making in anti-takeover legislation..	37
Section 3 Constitute the system of disclose of the anti-takeover	39
Section 4 Clarify the Anti-takeover Measures	39
Section 5 Perfect the relief system of the anti-takeover	42
Conclusion	44
Reference.....	45

引 言

反收购是指目标公司为防止其控制权转移而采取的旨在预防或阻止收购人收购本公司的行为。^①反收购是伴随着收购的产生而产生的。在西方发达资本市场国家,收购与反收购现象已有百余年历史,经历过数次并购高潮,到目前已经逐步走向成熟,并在总结经验的基础上,正向更高层次发展。在美国经济发展史上,出现了五次并购浪潮。^②相对其他资本市场发达而言的国家,美国公司制度更加完善、公司股权分散程度更高、资本证券制度也更加成熟,其资本市场实践也异常丰富,与此相适应,其公司收购与反收购机制也较为完善。在我国特殊的经济结构和环境下,企业兼并行为也开始萌动。从河北保定、湖北武汉的国有工厂开企业兼并的先河,^③到目前实施的《上市公司收购管理办法》,我国企业的并购现象已经从探索阶段发展到一片如火如荼的景象,随着股权分置改革的完成和《公司法》、《证券法》的实施,证券市场的监管理念、市场结构和法律框架发生了重大变化,我国资本市场上公司收购现象和反收购现象必然会呈现出更加纷繁复杂的面貌,尤其是中小企业板制度灵活,将会出现更多的反收购措施。它们的反收购行为对企业发展、公司治理的完善、资本市场的发育乃至国民经济增长都会产生深远影响,所以对公司反收购问题进行深入研究大有必要。

证券市场的市场结构、公司治理的理念、政府的管制、税收及证券交易的相关立法对公司收购及反收购都会造成影响。在后股权分置时代,我国已经迎来了全流通,新的形势为上市公司收购提供了新的空间,必然会出现新的收购方式,新的反收购措施也将形影相随。收购与反收购竞赛的脚步永远都不会停下,而如何在收购与反收购中寻求一个平衡点,如何在保持公司控制权的稳定与追求公司控制权的市场化之间做出选择,将决定反收购立法政策的价值取向。

我国目前对收购与反收购规定的相关法律是《上市公司收购管理办法》,它是为了适应我国证券市场股权分置改革后出现的全流通的新局面而修订的。它在规范收购人的行为、完善要约收购的法律制度、对管理层收购进行严格监管、强

① 梁静奚.论构建目标公司反收购制度的理论基础[J].学习与探索,2002(2):23.

② 赵炳贤.资本运营论[M].北京:企业管理出版社,1997.82-83.

③ 王韬光,胡海峰.企业兼并[M].上海:上海人民出版社,1995.179.

化公司治理要求的同时，对反收购措施予以适度限制。该《办法》不再禁止董事会提出有关的反收购议案，但必须经股东大会批准方可采取，同时对采取反收购措施做出了原则性的规定，有利于维护本公司和股东的利益，减少了董事会滥用职权对收购设置不适当的障碍的机会。该《办法》较修改前有着很大的进步，对反收购采取适度限制的立法原则，主要让市场机制发挥作用，但由于对反收购措施只有原则性的规定，可能会使反收购走得太远，扰乱收购市场秩序。鉴于此种现状，本文尝试对反收购立法尚需完善的地方提出一些建议。

第一章 上市公司收购与反收购概述

第一节 上市公司收购与反收购

一、上市公司收购概述

公司反收购是针对公司收购(corporate takeover 或 corporate acquisition)而言的。收购(Merger & Acquisition, M&A)是获取目标公司(object corporation)控制权的一种行为,是一种极为复杂的企业行为,牵涉到一系列相互关联而又彼此区别的名词和术语,在不同的语言及法律背景下,这些名词和术语及它们之间的相互关系更体现出复杂多变的特性。^①收购分为广义的公司收购和狭义的公司收购,广义的公司收购是指包括公司合并和狭义的公司收购。^②

(一) 公司合并(Merger)

指物之间或权利之间的融合或相互吸收,包括吸收合并(Merger)和新设合并(Consolidation)。吸收合并指融合和吸收后,在价值上或重要性上相对处于弱势地位的一方不再作为独立的法律实体存在。^③新设合并指各方公司都终止并成为—一个新成立的法律实体的组成部分。^④

(二) 狭义的公司收购(Acquisition)

获取特定财产权的行为,一方通过该行为获得实质上的所有权。^⑤该行为结束后,目标公司仍然作为独立的法律实体而延续。

1、根据公司收购的标的不同,可以分为资产收购(Asset Acquisition)和股

① 本文讨论的收购只是狭义收购的一种形式,其对象仅限于公开上市的股份有限公司,此种收购的目的在于夺取上市公司的控制权,手段则主要在公开交易市场上吸纳股份或向该上市公司的所有股东以高于市价的出价发出股份收购要约(tender offer)。事实上,收购是一种非常复杂的行为,以美国为例,收购(M&A)分为 Amalgamation 与 Acquisition 两种,Amalgamation 又分为 Merger 与 Consolidation, Acquisition 则可分为 Takeover Bid or Tender Offer, Sales of all or substantially all corporation assets 及其它类型;在大陆法系中,日本相应的种属概念则是并购(企业买收)分为“合并”、“公开买付”、“营业让渡”及“其他”,“合并”又分为“吸收合并”和“创设合并”,我国台湾的分类方法与日本类似。Easterbrook, Fischel. The Economic Structure of Corporate Law[M]. US: Harvard University, 1991(162). 王志诚.企业合并与收买之研究——法律与经济领域之交错[J].法律评论(台湾),2001,56(12)。

② Aviv Pichhadze. Mergers, Acquisitions, and Controlling Shareholders[J]. Banking & Finance Law Review, 2003(6).

③ 在公司法上,指一个公司被另一个公司吸收,后者保留其名称和独立性获取前者的财产、责任、特权和其它权利,即 A 公司被 B 公司吸收合并, B 公司存续。

④ 公司法上指两个或两个以上的公司合并成为一个新设立的公司,即 A 公司与 B 公司合并成为 C 公司。

⑤ Henry Campbell Black. Black's Law Dictionary[C].Eagan: West Publishing Co., 1979.891.

权收购(Stock Acquisition).前者是以目标公司的全部或实质的全部资产为收购对象,它包括现金资产收购(Cash-for-Asset Acquisition)和股票资产收购(Stock-for-Asset Acquisition);^①后者是指以目标公司的控制性股权为收购对象的,包括换股收购(Stock-for-Stock Acquisition)和现金股权收购(Cash-for-Stock Acquisition).^②股权收购的方式可以是多种多样的,例如私下协议转让(Bulk Transfer)、二级市场爬行收购(Creeping Acquisition)和要约收购(Tender Offer)。^③要约收购是 Take Over 的一种。^④

2、根据目标公司管理层对交易的态度,可以分为善意收购(Friendly Acquisition)和敌意收购(Hostile Takeover)。前者是指获得目标公司管理层配合的收购,后者是未获得目标公司管理层配合的收购,即主要采取在公开交易市场上吸纳股份或向该上市公司的所有股东以高于市价的出价发出股份收购要约(tender offer)及协议受让大宗股份等形式,由于收购人“越过目标公司管理层的头顶”直接与股东接触,且收购又往往导致目标公司的管理层被更换,所以在目标公司看来,收购常常带有明显的敌意。公司合并和资产收购往往属于善意收购,而敌意收购只能采取股权收购的方式,可以私下协议转让、二级市场爬行收购和要约收购。但是很多收购方式是可以选择的,例如要约收购和杠杆收购(Leveraged Buyout)既可以是善意的收购,也可以是恶意收购,所谓杠杆收购是指收购方为了交易进行大量融资,并且要求目标公司进行融资担保,再收购完成后通过出售目标公司资产或压缩目标公司营运现金流而获取偿还债务资金的一种收购交易形式。

二、收购与反收购

友好——协议收购一直到现在都是公司收购的一种重要的形式,但真正对公司治理、法律制度产生重大影响的是敌意收购。而公司反收购也大多是针对敌意收购而言的。敌意收购是针对善意收购而言的,是指并购公司为了获得目标公司

^① Dale A. Oesterle. Mergers and Acquisitions(美国法精要影印系列) [M]. 北京: 法律出版社, 2005.10.

^② Robert W. Hamilton: The Law Of Corporations [M].1999,540. In a Cash-for-Stock acquisition, A Corp buys B Corp stock directly from B Corp shareholders in exchange for cash.

^③ 在我国新《证券法》实施以后,原强制要约收购方式已经改为要约收购的方式,原来立法所指的要约是指强制性全面要约,新法规定的要约收购实际上是强制性要约。

^④ Take Over 还包括公开市场上的股份吸纳、营业受让、吸收合并等方式。R.W.Hamilton. The Law of Corporations in a Nutshell [M]. West Publishing Co.1991.485.

的控制权而不顾目标公司利益，直接在市场上公开收购目标公司股票的一种强制并购行为，其目的在于并购公司出于主动地位，能很快进入目标公司所在的产业和市场，迅速扩大市场规模，降低交易成本，增加其净收益。但收购公司往往是为了从中谋取暴利，不关心目标公司的生存发展，从而损害了目标公司的利益，使目标公司丧失独立经营自主权，影响其生产发展的正常秩序。由于它是越过公司管理层并常常违背公司董事的意愿，因此就如一阵冷风吹散了公司收购的友好气氛，目标公司的董事为了保全公司的控制权，往往会奋力反击，发起一次又一次的反收购战争。

第二节 反收购措施的类型

公司反收购是针对公司收购尤其是敌意收购而言的，是指目标公司为了防止公司控制权转移而采取的旨在预防或挫败收购者收购本公司的行为。公司反收购包括广义上的反收购和狭义上的反收购。狭义上的反收购是指目标公司针对确定的敌意收购或者不确定的敌意收购的威胁所采取的防御措施，包括收到报价时的正面反击和未收到报价时未雨绸缪采取的预防措施。广义的反收购不仅包括对敌意收购所采取的反击还包括对善意收购所采取的计划的拒绝，以及在面临竞价收购时对收购各方所采取的差别待遇。

反收购措施是针对收购措施衍生的，在成熟的资本市场，我们可以看见各种各样的反收购措施，常见的有：提高收购成本，降低目标公司收购价值；改变相关持股者的持股比例，提高收购者取得控制权的难度；针对收购方的收购方案制定策略性的章程，加大管理层改组的难度；贿赂收购者。但无论目标公司采取何种措施，它的作用都是相同的，都是目标公司为了延缓收购进程，提高收购成本达到反收购的目的。

一、反收购措施的分类

反收购措施种类繁多，根据不同的标准可以进行不同的分类：

（一）按照反收购措施实施的时间为标准，分为预防性(Preventive)反收购措施和反击性(Active)反收购措施。预防性反收购措施是指目标公司在受到潜在的

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库